

## 財務資料

閣下應將下列討論及分析連同本文件附錄一會計師報告所載的截至2023年、2024年及2025年12月31日以及截至該等日期止年度的歷史財務資料及其附註一併閱讀。我們的歷史財務資料符合所有適用的中國企業會計準則的要求。

我們的歷史業績未必為任何未來期間的預期業績的指標。以下討論及分析載有反映我們當前對未來事件及財務表現的看法的若干前瞻性陳述，當中涉及風險及不明朗因素。該等陳述乃基於我們根據經驗及對歷史趨勢、當前狀況及預期未來發展的認知以及我們在不同情況下認為適當的其他因素作出的假設及分析。然而，實際結果及發展情況會否與我們的預期及預測一致，則取決於諸多風險及不明朗因素。於評估我們的業務時，閣下應審慎考慮本文件「前瞻性陳述」及「風險因素」章節所提供的資料。

### 概覽

我們是一家科技營養食品企業，秉承「鮮活，讓生活更美好」的使命，以「鮮立方戰略」為核心，專注於乳製品及其他營養食品的研發、生產與銷售。我們致力於將低溫乳製品從傳統營養攝取升級為具備更多細分功能、應用更多消費場景的高頻率健康消費品，為消費者提供更新鮮、更營養、更具情感吸引力的產品選擇。用科技驅動新鮮，通過生物科技和數字科技引領增長提升效率，同時具備強大的收購整合能力，推動提升產品品質、營運效率，並最終實現持續增長，我們已發展成為一家全國佈局、區域領先的多品牌、產業鏈一體化運營的龍頭企業。

我們展現出超越行業週期的財務穩健性和增長韌性。儘管近年中國整體乳製品市場面臨普遍挑戰，我們的營業收入仍從2023年的人民幣10,987.3百萬元增長至2025年的人民幣11,233.5百萬元，複合年增長率達1.1%。我們的淨利潤從2023年的人民幣437.7百萬元增至2025年的人民幣754.5百萬元，複合年增長率達31.3%。我們的淨利潤率亦穩步提升，從2023年的4.0%增至2025年的6.7%。

### 呈列基準

我們截至2023年、2024年及2025年12月31日以及截至該等日期止年度的財務報表（「歷史財務資料」）乃根據中國財政部（「財政部」）頒佈之適用《中國企業會計準則》（「中國企業會計準則」）（亦稱為「中國會計準則」）之要求編製。有關重大會計政策資料之進一步詳情載於本文件附錄一會計師報告附註II。財政部已頒佈多項新訂及經修訂之中國企業會計準則。為了編製歷史財務資料，我們已採納所有適用於往績記錄期之新訂及經修訂中國企業會計準則，惟於2025年1月1日開始之會計期間尚未生效之任何新準則或詮釋除外。

歷史財務資料亦符合中國證監會於2023年修訂的《公開發行證券的公司信息披露編報規則第15號：財務報告的一般規定》之披露規定，以及香港聯合交易所有限公司證券上市規則之適用披露條文。本文件附錄一會計師報告所載會計政策已貫徹應用於歷史財務資料所呈列之所有期間。除非另有說明，否則歷史財務資料均以人民幣呈列。

## 財務資料

### 影響我們經營業績的主要因素

我們的業務、經營業績及財務狀況受影響中國乳製品業的一般因素所影響。該等因素包括宏觀經濟趨勢、消費者消費能力波動、行業發展及競爭格局。任何上述方面的不利發展可能對我們的經營業績產生負面影響。

除該等一般因素外，我們的經營業績受到以下公司特定因素影響。

### 產品銷量及售價

我們的營業收入主要受產品銷量及售價所帶動。銷量則受產品組合結構、銷售渠道架構及消費者需求趨勢的影響。

我們戰略性聚焦低溫液態乳製品，尤其是鮮奶及酸奶類別，該等產品的毛利率通常高於常溫產品。於往績記錄期，低溫液態乳製品營業收入佔總營業收入的比例有所提升，這有助於改善我們的整體毛利率。不同產品類別的相對貢獻直接影響我們的營業收入結構及盈利能力。

銷量亦受不斷演變的消費者需求模式進一步影響。越來越多消費者偏好新鮮及高附加值乳製品，加上人口結構變遷及各地區購買力的差異，均會影響銷量及產品組合。此外，乳製品業的競爭態勢可能同時影響產品需求及定價策略。平均售價的變動會直接影響我們的營業收入及毛利。我們可能因應市況不時調整定價策略，進而影響我們的財務表現。

### 生乳採購及供應鏈管理

生乳為本公司乳製品業務的主要原料，亦佔營業成本很大比重。因此，生乳採購價格的波動以及本公司能否有效管理上游牧場營運，對成本結構及盈利能力產生重大影響。中國的生乳價格受供需平衡、飼料成本、牛群生產力、行業產能週期及宏觀經濟狀況等因素影響。生乳價格下跌通常會降低我們採購外部生乳的成本，而若生乳價格上漲但無法透過產品定價轉嫁，則可能推高營業成本並影響盈利能力。

我們維持多元化的生乳採購結構，包括自有牧場及戰略性合作牧場以及第三方牧場。截至2025年12月31日，我們於中國多個省份營運12座牧場，飼養超過50,000頭奶牛，在維持供應靈活性的同時，一定程度上抵禦了外部市場波動的影響。

### 產能管理及擴張

我們的長期財務表現與能否策略性地擴充產能密切相關，尤其是在高毛利低溫類別方面。於生產端，我們於各主要地區管理加工廠網絡，每座工廠均配備現代化生產線及品質管控系統。這種分散式結構賦予我們地域靈活性，並降低對任何單一廠區的過度依賴。在持續優化現有產能利用率的同時，我們仍保有投資擴充產能的能力，以滿足目標市場日益增長的需求。我們在關鍵領域的垂直整合，例如戰略性生乳採購，進一步增強了產能擴展性，且無需投入不合比例的前期資本支出。

## 財務資料

然而，規模擴張需要龐大的資本投資、專業人才以及強大的供應鏈協調能力。設施投產、監管批准或設備安裝的延遲，均可能限制產量增長。此外，若新產能恰逢需求疲軟或競爭加劇的時期投入運作，恐將導致產能利用率不足及利潤率被攤薄。

### 成本管理及營運效率

我們實現盈利及可持續增長的能力部分取決於我們的營業成本管理。於2023年、2024年及2025年，營業成本分別為人民幣8,034.7百萬元、人民幣7,640.7百萬元及人民幣7,955.5百萬元，分別佔同期總營業收入的73.1%、71.6%及70.8%。營業成本及整體成本結構任何主要組成部分的變動均可能對我們的毛利及毛利率產生影響。

我們的業務及經營業績亦受到營運費用的重大影響，於往績記錄期，該等費用主要包括銷售費用、管理費用及研發費用。儘管我們於往績記錄期已提升營運效率，但因未來可能進行業務擴張，我們可能產生的費用上升及為支持業務增長而增加營業支出。因此，我們未來的盈利能力將取決於我們能否提升營運效率、實現規模經濟效益，並發揮營運槓桿效應，以確保成本與費用持續與增長策略保持一致。

### 重大會計政策、判斷及估計

我們已識別就編製合併財務報表而言屬重大的若干會計政策。部分會計政策要求我們應用估計及假設以及與會計項目有關的複雜判斷。我們於應用會計政策時所用估計及假設以及所作判斷對我們的財務狀況及經營業績產生重大影響。在不同假設及條件下，結果可能有別於該等估計。管理層根據過往經驗及其認為在有關情況下屬合理的其他假設持續評估有關估計、假設及判斷。

下文載列我們認為於編製財務報表時所用涉及最重大估計、假設及判斷的會計政策。我們的重大會計政策以及估計不確定性的主要來源對了解我們的財務狀況及經營業績而言屬重要，有關詳情載於本文件附錄一會計師報告附註II。

### 客戶合同收入

當我們透過將相關貨品或服務的控制權轉移予客戶，從而履行合約中的履約義務時，即確認營業收入。

當合約包含兩項或以上履約義務時，我們於合同訂立時釐定合同中各項履約義務所涉及之獨立貨品或服務之獨立售價，並按該等獨立售價比例分配交易價格。我們將分配予各項履約義務之交易價格金額確認為營業收入。

交易價格乃指我們預期有權就向客戶移轉承諾貨物或服務，以換取收取之代價金額，惟不包括代第三方收取之款項。我們僅於當與可變代價相關之不確定性後續獲得解決時，極可能不會發生已確認累計營業收入金額之重大逆轉時確認交易價格。

## 財務資料

若符合下列任何一項條件，我們將在某段時間履行履約義務；否則，履約義務乃於某一時間點履行：

- 客戶於本集團履行時，同時接收並消費我們履行所提供的利益；
- 客戶能夠控制我們履約期間所創造或增強的資產；或
- 我們的履約並無創造可作其他用途的資產，且我們對已完成履約部分擁有可強制執行的收款權利。

應收賬款乃指我們無條件(僅需時間推移)收取代價之權利。合同負債乃指我們已向客戶收取代價(或應收代價金額)後，須向客戶轉移貨品或服務之義務。

以下為我們主要業務營業收入相關會計政策之說明：

我們的營業收入主要來自乳製品及相關產品的銷售。我們通常負責將貨物運送至指定地點，營業收入於資產控制權轉移予客戶時確認，通常為產品交付並經客戶驗收時。

對於附帶退貨權之產品轉讓，營業收入之確認以高度可能不會發生已確認累計營業收入金額之重大逆轉為限。因此，營業收入之已確認金額將根據預期退貨量進行調整，該預期退貨量乃基於歷史數據估計。我們根據預期退貨金額確認退款負債。資產初始計量時，參照預期退貨產品的原賬面價值減去回收該等產品的預期成本(包括退貨產品潛在價值減少)。於每個資產負債表日，我們會根據退貨金額預期的變動更新退款負債的計量，並據此調整上述資產與負債。

對於附帶折扣與回扣條件的銷售，我們採用預期價值法估計可變代價。

### 生物資產

我們的生物資產包括消耗性生物資產及生產性生物資產。消耗性生物資產是指為出售而持有或未來收穫為農產品的生物資產(如公犢牛)。生產性生物資產是指為產出農產品、提供服務或出租等目的而持有的生物資產，包括未成熟生產性生物資產及成熟生產性生物資產。

### 消耗性生物資產

消耗性生物資產初始按成本計量。我們培育或種植的消耗性生物資產成本包括銷售前必然產生且可歸屬於該資產的成本。

於資產負債表日，消耗性生物資產按成本與可變現淨值兩者中之較低者計量，並採用與適用存貨撇減準備一致之方法確認消耗性生物資產之準備。倘先前導致消耗性生物資產撇減準備之情況已不復存在，則原撇減準備於當期損益中撥回。撥回金額以原確認金額為限。

## 財務資料

### 生產性生物資產

生產性生物資產初始以成本計量。購置生產性生物資產的成本包括購置價格、相關稅項、運輸成本、保險費用及其他直接歸屬於購置該資產的支出。自繁生產性生物資產的成本包括該資產在可供擬定生產及營運用途前，必然發生且直接歸屬於該資產的成本，包含飼料成本、人工成本、適當分配的固定資產折舊成本及成熟生產性生物資產折舊成本，以及其他間接成本的適當分配。

我們採用直線法計提生產性生物資產折舊，並相應增加相關資產成本或費用。我們根據資產性質、用途及預期實現相關經濟利益的模式，在合理基礎上釐定生產性生物資產的使用壽命、預期淨剩餘價值及折舊方法。我們的成熟生產性生物資產的使用壽命、預期淨剩餘價值及折舊方法如下：

	估計 使用壽命	估計 淨剩餘價值率	折舊率
	(年)	(%)	(%)
成母牛	4-5	20%-35%	13%-20%

我們至少於每個財政年度末對生產性生物資產進行檢查。倘有明確證據顯示生產性生物資產的可收回金額低於其賬面價值，則須就該生物資產確認資產減值損失，並於當期損益中扣除。生產性生物資產一旦計提資產減值損失，於後續期間不應撥回。

### 存貨

存貨包括原材料、在製品、製成品及消耗性生物資產。除消耗性生物資產外，存貨初始以成本計量。除原材料採購成本外，在製品及製成品的成本亦包含直接人工成本，並按正常產能適當分配的生產間接成本。

已確認之存貨成本採用加權平均法計算。消耗品(包括低價值消耗品及包裝材料)於使用時攤銷。攤銷費用計入相關資產成本或於當期損益確認。

## 財務資料

於資產負債表日，存貨按成本與可變現淨值兩者中的較低者列賬。持有用於生產的物料之可變現淨值乃根據其將納入的製成品之可變現淨值計量。為履行銷售或服務合同而持有的存貨之可變現淨值乃根據合同價格計量。倘存貨數量超出銷售合同所訂明數量，則存貨超額部分之可變現淨值乃根據一般售價計量。各類存貨之成本超出可變現淨值之差額，確認為陳舊存貨準備，並於損益中確認。

### 資產(存貨及金融資產除外)減值

於資產負債表日，我們評估存貨及金融資產以外之資產是否存在減損跡象。對於金融資產以外之其他非流動資產，倘存在其賬面價值可能無法收回之任何跡象，則將進行減值測試。我們每年均會根據本文件附錄一會計師報告附註 II.20 所載之會計政策，測試商譽及具有無限可使用年限之無形資產是否出現減值。當資產或資產組別的賬面價值高於其可收回金額時(即其公允價值減去銷售成本與預期從該資產獲得的未來現金流量現值兩者中的較高者)，即表明已發生減值。

公允價值扣減銷售成本，乃參考類似資產於公平交易中的銷售合同價格或可觀察市場價格，再扣減因處置資產而直接應佔的增量成本後釐定。在估計未來現金流量的現值時，本集團需要就資產(或資產組別)的產量、售價、相關營業成本，以及計算現值所採用的貼現率作出重大判斷。在估計可收回金額時，我們將運用所有可取得的相關資料，包括基於合理且可支持之假設所作出的產量、售價及相關營業成本預測。

### 固定資產折舊

固定資產按直線法於資產的估計使用壽命內折舊。我們每年審核資產的估計使用壽命及剩餘價值，以釐定於往績記錄期內應入賬的折舊開支金額。使用壽命及剩餘價值乃基於我們對類似資產的技術經驗，並考慮預期技術變動而釐定。倘與過往估計出現重大變動，未來期間的折舊開支將予以調整。

### 應收賬款信用減值損失準備

我們採用撥備矩陣計算應收賬款的預期信用減值損失。撥備率乃根據應收賬款的逾期天數，將具有相似損失模式的應收賬款分組而定。撥備矩陣乃基於我們的歷史違約率，並計及無需過度成本或努力的情況下可取得的前瞻性資料。於各報告日期，本集團重新評估觀察到的歷史違約率，並考慮前瞻性資料的變動。此外，將單獨評估餘額重大且信用減值的應收賬款的預期信用減值損失。預期信用減值損失準備對估計變動具有敏感性。有關預期信用減值損失及我們應收賬款的資料於本文件附錄一會計師報告附註IV.4中披露。

## 財務資料

### 合併利潤表

下表載列於所示期間合併利潤及其他全面收益表。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	金額	佔營業 收入%	金額	佔營業 收入%	金額	佔營業 收入%
	(人民幣千元，百分比除外)					
營業收入	10,987,294	100.0	10,665,423	100.0	11,233,458	100.0
營業成本	(8,034,709)	(73.1)	(7,640,697)	(71.6)	(7,955,458)	(70.8)
<b>毛利</b>	<b>2,952,585</b>	<b>26.9</b>	<b>3,024,726</b>	<b>28.4</b>	<b>3,278,000</b>	<b>29.2</b>
税金及附加	(51,739)	(0.5)	(53,053)	(0.5)	(59,507)	(0.5)
銷售費用	(1,678,497)	(15.3)	(1,659,290)	(15.6)	(1,809,516)	(16.1)
管理費用	(469,881)	(4.3)	(380,816)	(3.6)	(356,814)	(3.2)
研發費用	(47,385)	(0.4)	(49,103)	(0.5)	(50,366)	(0.4)
財務費用	(161,976)	(1.5)	(100,963)	(0.9)	(77,774)	(0.7)
其他收益	64,183	0.6	53,885	0.5	53,838	0.5
投資收益／(損失)	6,048	0.1	(2,607)	(0.0)	27,819	0.2
公允價值變動收益	23,238	0.2	23,553	0.2	4,690	0.0
信用減值(損失)／撥回	(9,039)	(0.1)	8,567	0.1	1,956	0.0
資產減值損失	(17,012)	(0.2)	(97,653)	(0.9)	(62,824)	(0.6)
資產處置損失	(102,628)	(0.9)	(87,238)	(0.8)	(96,952)	(0.9)
<b>營業利潤</b>	<b>507,897</b>	<b>4.6</b>	<b>680,008</b>	<b>6.4</b>	<b>852,550</b>	<b>7.6</b>
營業外收益	8,881	0.1	10,847	0.1	10,856	0.1
營業外支出	(7,951)	(0.1)	(47,393)	(0.4)	(13,292)	(0.1)
<b>除所得稅前利潤</b>	<b>508,827</b>	<b>4.6</b>	<b>643,462</b>	<b>6.0</b>	<b>850,114</b>	<b>7.6</b>
所得稅費用	(71,167)	(0.6)	(93,997)	(0.9)	(95,647)	(0.9)
<b>淨利潤</b>	<b>437,660</b>	<b>4.0</b>	<b>549,465</b>	<b>5.2</b>	<b>754,467</b>	<b>6.7</b>

### 合併利潤表主要組成部分說明

#### 營業收入

於往績記錄期，我們主要從乳製品業務(包括生產及銷售液態乳製品及奶粉產品)產生營業收入。

#### 按產品類別劃分

我們的乳製品可分為液態乳製品及奶粉產品兩類。我們的液態乳製品亦可進一步細分為(1)低溫液態乳製品，及(2)常溫液態乳製品。下表載列於所示期間按業務線及產品類別劃分的營業收入明細。

## 財務資料

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	金額	佔總額 %	金額	佔總額 %	金額	佔總額 %
	(人民幣千元，百分比除外)					
液態乳製品	9,755,260	88.8	9,836,179	92.2	10,495,087	93.4
低溫	4,925,225	44.8	5,226,188	49.0	6,049,009	53.8
常溫	4,830,035	44.0	4,609,991	43.2	4,446,078	39.6
奶粉產品	78,802	0.7	71,215	0.7	86,570	0.8
其他業務 <sup>(1)</sup>	1,153,232	10.5	758,029	7.1	651,801	5.8
總計	<b>10,987,294</b>	<b>100.0</b>	<b>10,665,423</b>	<b>100.0</b>	<b>11,233,458</b>	<b>100.0</b>

(1) 其他業務活動主要包括(i)銷售乳製品相關產品及附屬產品；(ii)提供供應鏈中的產品或服務；及(iii)銷售可回收物。

### 銷量及平均售價

下表載列於所示期間按產品類別劃分的銷量及平均售價的明細。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	銷量	平均售價	銷量	平均售價	銷量	平均售價
	(噸)	(人民幣元/ 公斤)	(噸)	(人民幣元/ 公斤)	(噸)	(人民幣元/ 公斤)
液態乳製品	1,092,313	8.9	1,144,622	8.6	1,218,179	8.6
低溫	400,120	12.3	458,399	11.4	540,710	11.2
常溫	692,193	7.0	686,223	6.7	677,469	6.6
奶粉產品	1,598	49.3	1,455	49.0	1,650	52.5

於往績記錄期，液態乳製品的銷量有所增加，由2023年的1,092.3千噸增加至2024年的1,144.6千噸，並進一步增加至2025年的1,218.2千噸，與業務增長一致。液態乳製品的平均售價由2023年的每公斤人民幣8.9元下降至2024年的每公斤人民幣8.6元，主要由於在市場競爭日益激烈的情況下加大促銷活動。液態乳製品的平均售價於2025年維持穩定於每公斤人民幣8.6元。

奶粉產品的銷量及平均售價由2024年的1,455噸及每公斤人民幣49.0元增加至2025年的1,650噸及每公斤人民幣52.5元，主要由於我們於2025年推出定價相對較高的新款奶粉產品。

### 按地理區域劃分

於往績記錄期，我們的絕大部分營業收入來自中國內地。下表載列於所示期間按地理區域劃分的營業收入明細(以絕對金額及佔總營業收入百分比列示)。

## 財務資料

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	金額	佔總額 %	金額	佔總額 %	金額	佔總額 %
	(人民幣千元，百分比除外)					
西南	4,095,228	37.3	3,828,813	35.9	3,830,155	34.1
華東	3,019,920	27.5	3,065,963	28.7	3,524,355	31.4
華北	1,109,047	10.1	922,980	8.7	918,368	8.2
西北	1,423,901	13.0	1,265,633	11.9	1,265,631	11.3
其他區域 <sup>(1)</sup>	1,339,198	12.2	1,582,034	14.8	1,694,949	15.1
<b>總計</b>	<b>10,987,294</b>	<b>100.0</b>	<b>10,665,423</b>	<b>100.0</b>	<b>11,233,458</b>	<b>100.0</b>

(1) 其他區域主要包括華中、華南及東北。於2023年、2024年及2025年，來自外國市場的營業收入分別為人民幣0.6百萬元、零及零。

西南的營業收入由2023年的人民幣4,095.2百萬元減少至2024年的人民幣3,828.8百萬元，主要由於(1)受整體市場低迷影響，常溫液態乳製品的營收出現下滑；(2)部分出售我們於重慶瀚虹(其客戶基礎主要位於該區域)的股權。詳情請參閱「業務－我們的銷售渠道－零售商」。

華東的營業收入由2024年的人民幣3,066.0百萬元增加至2025年的人民幣3,524.4百萬元，主要歸因於我們戰略性專注於核心低溫液態乳製品及資源投入，包括有效的營銷戰略及持續創新。

於2023年及2024年，華北及西北的營業收入由人民幣1,109.0百萬元減少至人民幣923.0百萬元，以及由人民幣1,423.9百萬元減少至人民幣1,265.6百萬元，乃由於該地區的子分公司主要專注於常溫液態乳製品，而該產品受到整體市場低迷的影響。

我們來自其他地區的營業收入穩步增加，由2023年的人民幣1,339.2百萬元增加至2025年的人民幣1,694.9百萬元，主要歸因於(1)推出新產品，及(2)擴充我們的經銷渠道。

### 按銷售渠道劃分

於往績記錄期，我們的銷售渠道主要包括向(1)零售商、(2)機構客戶、(3)透過直面消費者渠道向終端消費者，及(4)經銷商銷售。下表載列於所示期間按銷售渠道劃分的營業收入明細(以絕對金額及佔總營業收入百分比列示)。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	金額	佔總額 %	金額	佔總額 %	金額	佔總額 %
	(人民幣千元，百分比除外)					
零售商 <sup>(1)</sup>	3,289,160	30.0	3,674,127	34.5	4,291,344	38.2
機構客戶	1,306,223	11.9	1,577,385	14.8	1,830,487	16.3
直面消費者	992,124	9.0	973,885	9.1	1,041,650	9.3
經銷商	4,246,555	38.6	3,681,997	34.5	3,418,176	30.4
其他業務 <sup>(2)</sup>	1,153,232	10.5	758,029	7.1	651,801	5.8
<b>總計</b>	<b>10,987,294</b>	<b>100.0</b>	<b>10,665,423</b>	<b>100.0</b>	<b>11,233,458</b>	<b>100.0</b>

(1) 我們的零售商包括特許經營商，於2023年、2024年及2025年的營業收入貢獻分別為人民幣2.6百萬元、人民幣3.5百萬元及人民幣6.7百萬元，分別佔同期總營業收入的0.02%、0.03%及0.06%。

(2) 其他業務活動主要包括(i)銷售乳製品相關產品及附屬產品；(ii)提供供應鏈中的產品或服務；及(iii)銷售可回收物。

## 財務資料

### 營業成本

我們的營業成本主要包括原材料、人工成本、製造成本及運輸成本。原材料主要包括我們所採購的生乳、飼料及包裝物料。下表載列於所示期間按性質劃分的營業成本明細(以絕對金額及佔總營業成本百分比列示)。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	金額	佔總額 %	金額	佔總額 %	金額	佔總額 %
	(人民幣千元，百分比除外)					
原材料	5,449,082	67.8	5,276,816	69.1	5,585,112	70.2
人工	317,382	4.0	313,048	4.1	314,521	4.0
製造成本	510,562	6.4	596,806	7.8	621,319	7.8
運輸成本	726,267	9.0	757,334	9.9	821,362	10.3
其他業務 <sup>(1)</sup>	1,031,416	12.8	696,693	9.1	613,144	7.7
<b>總計</b>	<b>8,034,709</b>	<b>100.0</b>	<b>7,640,697</b>	<b>100.0</b>	<b>7,955,458</b>	<b>100.0</b>

(1) 其他業務活動的成本主要包括(i)銷售乳製品相關產品及附屬產品；(ii)提供供應鏈中的產品或服務；及(iii)銷售可回收物的成本。

### 毛利及毛利率

由於上文所述，於2023年、2024年及2025年，我們的毛利分別為人民幣2,952.6百萬元、人民幣3,024.7百萬元及人民幣3,278.0百萬元，而同期我們的毛利率分別為26.9%、28.4%及29.2%。下表載列於所示期間毛利及毛利率的明細。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	毛利	毛利率(%)	毛利	毛利率(%)	毛利	毛利率(%)
	(人民幣千元，百分比除外)					
液態乳製品	2,805,202	28.8	2,940,944	29.9	3,218,496	30.7
低溫	1,757,224	35.7	1,886,216	36.1	2,180,310	36.0
常溫	1,047,978	21.7	1,054,728	22.9	1,038,186	23.4
奶粉產品	25,567	32.4	22,446	31.5	20,847	24.1
其他業務 <sup>(1)</sup>	121,816	10.6	61,336	8.1	38,657	5.9
<b>總計</b>	<b>2,952,585</b>	<b>26.9</b>	<b>3,024,726</b>	<b>28.4</b>	<b>3,278,000</b>	<b>29.2</b>

(1) 其他業務活動的毛利主要包括(i)銷售乳製品相關產品及附屬產品；(ii)提供供應鏈中的產品或服務；及(iii)銷售可回收物的毛利。

### 稅金及附加

於往績記錄期，我們的稅金及附加主要包括(1)城市建設維護稅、(2)房地產稅及(3)教育費附加。於2023年、2024年及2025年，稅金及附加分別為人民幣51.7百萬元、人民幣53.1百萬元及人民幣59.5百萬元。

### 銷售費用

於往績記錄期，我們的銷售費用主要包括(1)廣告及市場推廣費用，即於線上媒體、線下傳統媒體進行推廣所產生的費用及其他推廣費用、(2)銷售人員的員工薪酬、

## 財務資料

及(3)與銷售活動相關的設備折舊費用。下表載列於所示期間銷售費用的明細。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	金額	佔總額 %	金額	佔總額 %	金額	佔總額 %
	(人民幣千元，百分比除外)					
廣告及市場推廣 費用	1,044,071	62.2	1,118,667	67.4	1,263,408	69.8
員工薪酬	414,619	24.7	365,240	22.0	357,265	19.7
折舊費用	27,140	1.6	20,912	1.3	19,423	1.1
其他 <sup>(1)</sup>	192,667	11.5	154,471	9.3	169,420	9.4
<b>總計</b>	<b>1,678,497</b>	<b>100.0</b>	<b>1,659,290</b>	<b>100.0</b>	<b>1,809,516</b>	<b>100.0</b>

(1) 其他主要包括差旅費用、低價值消耗品及租金費用。

### 管理費用

於往績記錄期，我們的管理費用主要包括(1)管理人員的員工薪酬，(2)專業服務費，指環境保護服務費以及其他專業服務費，(3)折舊及攤銷費用，(4)低價值消耗品、維修及人工費用，及(5)差旅及業務開發費用。下表載列於所示期間管理費用的明細。

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	金額	佔總額 %	金額	佔總額 %	金額	佔總額 %
	(人民幣千元，百分比除外)					
員工薪酬	201,715	42.9	221,304	58.1	206,989	58.0
專業服務費	65,560	14.0	47,039	12.4	49,608	13.9
折舊及攤銷費用	47,373	10.1	37,905	10.0	36,471	10.2
低價值消耗品、 維修及人工 費用	101,441	21.6	31,246	8.2	19,750	5.5
差旅及業務開發 費用	14,924	3.2	14,551	3.8	13,755	3.9
其他 <sup>(1)</sup>	38,868	8.3	28,771	7.6	30,241	8.5
<b>總計</b>	<b>469,881</b>	<b>100.0</b>	<b>380,816</b>	<b>100.0</b>	<b>356,814</b>	<b>100.0</b>

(1) 其他主要包括租金費用、公共事業費用及財產保險費。

### 研發費用

於往績記錄期，我們的研發費用主要包括(1)研發人員的員工薪酬，(2)研發材料消耗費用，指研發過程中產生的原材料及輔助材料費用，(3)與研發合作有關的服務費，及(4)折舊及攤銷費用。下表載列於所示期間研發費用費用的明細。

## 財務資料

	截至12月31日止年度					
	2023年		2024年		2025年	
	金額	佔總額 %	金額	佔總額 %	金額	佔總額 %
	(人民幣千元，百分比除外)					
員工薪酬	23,797	50.2	22,616	46.1	21,506	42.7
研發材料消耗費用	17,033	35.9	16,254	33.1	17,125	34.0
服務費	2,972	6.3	4,554	9.3	4,278	8.5
折舊及攤銷費用	610	1.3	1,273	2.6	2,925	5.8
其他 <sup>(1)</sup>	2,973	6.3	4,406	9.0	4,532	9.0
<b>總計</b>	<b>47,385</b>	<b>100</b>	<b>49,103</b>	<b>100.0</b>	<b>50,366</b>	<b>100.0</b>

(1) 其他主要包括實驗費用及設計費。

### 財務費用

我們的財務費用主要包括(1)貸款及債券利息支出，包括與生產性生物資產及建設項目有關的資本化利息費用、政策相關優惠貸款利息淨額；(2)租賃負債利息支出；(3)產生自銀行存款的利息收入，及(4)淨匯兌損失或收益。下表載列於所示期間財務費用的明細。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
貸款及債券利息費用	169,925	120,096	94,223
租賃負債利息費用	5,613	4,057	3,620
減：資本化的利息費用	(21,870)	(14,060)	(8,373)
減：政策相關優惠貸款利息費用	(5,000)	(3,824)	(10,221)
減：利息收入	(9,076)	(7,658)	(4,547)
淨匯兌損失／(收益)	12,020	(207)	394
其他 <sup>(1)</sup>	10,364	2,559	2,678
<b>總計</b>	<b>161,976</b>	<b>100,963</b>	<b>77,774</b>

(1) 其他主要包括銀行手續費及其他財務服務費。

### 其他收益

我們的其他收益包括(1)與營運新基礎建設項目的財務支持資金有關的政府補助，及(2)主要與研發項目及技術開發支持資金有關的政府補助。我們於2023年、2024年及2025年分別錄得其他收益人民幣64.2百萬元、人民幣53.9百萬元及人民幣53.8百萬元。

### 投資收益／(損失)

於往績記錄期，我們的投資收益／(損失)主要包括(1)權益法核算的長期股權投資收益／(損失)，(2)處置子公司的投資損失，請參閱本文件附錄一會計師報告附註V.1，及(3)其他權益工具投資取得的股利收入。

## 財務資料

### 公允價值變動收益

於往績記錄期，我們的公允價值變動收益主要源自(1)衍生金融資產的公允價值變動、(2)應收補償款項的公允價值變動，及(3)債務投資的公允價值變動。

### 信用減值(損失)／撥回

我們就(1)應收賬款及(2)其他應收款錄得預期信用減值(損失)／撥回。我們於2023年、2024年及2025年分別錄得信用減值損失人民幣9.0百萬元、信用減值撥回人民幣8.6百萬元及人民幣2.0百萬元。

### 資產減值損失

我們主要就(1)固定資產、(2)在建工程、(3)生產性生物資產、(4)無形資產、(5)投資性房地產，及(6)商譽錄得預期資產減值損失。於2023年、2024年及2025年，我們分別錄得資產減值損失人民幣17.0百萬元、人民幣97.7百萬元及人民幣62.8百萬元。

### 資產處置損失

我們的資產處置損失主要與生產性生物資產有關。於2023年、2024年及2025年，我們錄得資產處置損失分別為人民幣102.6百萬元、人民幣87.2百萬元及人民幣97.0百萬元。

### 營業外收益

我們的營業外收益主要包括(1)罰沒收益，主要指因經銷商若干違約而所處以的罰款；及(2)其他營業外收益，主要指應付款核銷。於2023年、2024年及2025年，營業外收益分別為人民幣8.9百萬元、人民幣10.8百萬元及人民幣10.9百萬元。

### 營業外支出

我們的營業外支出主要包括(1)一筆於往績記錄期收購的子公司在收購前的相關負債的營業外支出；(2)非流動資產損毀或報廢所產生的損失；及(3)捐款。於2023年、2024年及2025年，營業外支出分別為人民幣8.0百萬元、人民幣47.4百萬元及人民幣13.3百萬元。

### 所得稅費用

我們的所得稅費用主要包括(1)當期所得稅費用、及(2)遞延所得稅資產／負債變動。於2023年、2024年及2025年，所得稅費用分別為人民幣71.2百萬元、人民幣94.0百萬元及人民幣95.6百萬元。

### 中國稅率

根據《企業所得稅法》及《企業所得稅法實施條例》，除非符合下文載列的稅項豁免或優惠待遇，否則本公司及中國子公司的企業所得稅稅率為25%。

於往績記錄期，我們位於中國西部地區的若干子公司符合《關於延續西部大開發企業所得稅政策的公告》所規定的條件，可減按15%的稅率繳納的企業所得稅。

## 財務資料

根據《中華人民共和國企業所得稅法》，企業從事農、林、牧、漁業項目的所得可免徵或減徵企業所得稅。因此，子公司從事畜牧業活動所取收入應免徵企業所得稅。

此外，河北天香於往績記錄期獲得高新技術企業認證，適用15%的優惠稅率。

根據財政部、國家稅務總局於2023年發佈並實施的《關於進一步支持小微企業和個體工商戶發展有關稅費政策的公告》(公告第12號)規定，對於年度應納稅所得額不超過人民幣300萬元的小微企業，其應納稅所得額按25%計入應納稅所得額，適用企業所得稅稅率為20%。

### 淨利潤

於2023年、2024年及2025年，我們錄得淨利潤分別為人民幣437.7百萬元、人民幣549.5百萬元及人民幣754.5百萬元。

### 經營業績的期間比較

#### 截至2025年12月31日止年度與截至2024年12月31日止年度的比較

#### 營業收入

營業收入由2024年的人民幣10,665.4百萬元增加5.3%至2025年的人民幣11,233.5百萬元，主要由於低溫液態乳製品產生的營業收入增加。

#### 液態乳製品

液態乳製品產生的營業收入由2024年的人民幣9,836.2百萬元增加6.7%至2025年的人民幣10,495.1百萬元，主要受我們專注於低溫液態乳製品的策略所驅動。

- **低溫液態乳製品**。低溫液態乳製品產生的營業收入由2024年的人民幣5,226.2百萬元增加15.7%至2025年的人民幣6,049.0百萬元，主要由於銷量由2024年的458.4千噸增加至2025年的540.7千噸，部分被平均售價由2024年的每公斤人民幣11.4元降至2025年的每公斤人民幣11.2元所抵銷。
- **常溫液態乳製品**。常溫液態乳製品產生的營業收入由2024年的人民幣4,610.0百萬元減少3.6%至2025年的人民幣4,446.1百萬元，主要由於平均售價從2024年的每公斤人民幣6.7元降至2025年的每公斤人民幣6.6元，以及常溫液態乳製品的銷量由2024年的686.2千噸減少至2025年的677.5千噸(主要由於常溫奶市場面臨全行業性的衰退，因為消費者的偏好持續轉向低溫液態乳製品的合併影響)。

#### 奶粉產品

奶粉產品產生的營業收入由2024年的人民幣71.2百萬元增加21.6%至2025年的人民幣86.6百萬元，主要由於奶粉產品銷量及平均售價分別從2024年的1,455噸及每公斤人民幣49.0元增加至2025年的1,650噸及每公斤人民幣52.5元，歸因於2025年推出新產品。

---

## 財務資料

---

### 其他業務

其他業務產生的營業收入由2024年的人民幣758.0百萬元減少14.0%至2025年的人民幣651.8百萬元，主要由於提供供應鏈中的產品或服務的營業收入減少。

### 營業成本

營業成本由2024年的人民幣7,640.7百萬元增加4.1%至2025年的人民幣7,955.5百萬元，主要由於受營業規模擴大，導致原材料、製造及運輸成本上升的影響，原材料成本增加人民幣308.3百萬元。

### 毛利及毛利率

毛利由2024年的人民幣3,024.7百萬元增加8.4%至2025年的人民幣3,278.0元。毛利率由2024年的28.4%上升至2025年的29.2%，原因如下。

### 液態乳製品

液態乳製品的毛利由2024年的人民幣2,940.9百萬元增加9.4%至2025年的人民幣3,218.5百萬元。液態乳製品的毛利率由2024年的29.9%上升至2025年的30.7%，主要歸因於(1)毛利率相對較高的低溫液態乳製品的佔比增加；(2)推出毛利率相對較高的新產品；及(3)生乳成本下降。

- 低溫液態乳製品。低溫液態乳製品的毛利由2024年的人民幣1,886.2百萬元增加15.6%至2025年的人民幣2,180.3百萬元。低溫液態乳製品的毛利率維持相對穩定，於2024年及2025年分別為36.1%及36.0%。
- 常溫液態乳製品。常溫液態乳製品的毛利維持相對穩定，於2024年及2025年分別為人民幣1,054.7百萬元及人民幣1,038.2百萬元。常溫液態乳製品的毛利率由2024年的22.9%上升至2025年的23.4%，主要由於生乳成本下降。

### 稅金及附加

稅金及附加由2024年的人民幣53.1百萬元增加12.1%至2025年的人民幣59.5百萬元，主要由於城市維護建設稅及教育費附加增加，與經營規模擴大一致。

### 銷售費用

銷售費用由2024年的人民幣1,659.3百萬元增加9.1%至2025年的人民幣1,809.5百萬元，主要由於隨著業務擴張，我們加強廣告宣傳力度，導致廣告及市場推廣費用增加人民幣144.7百萬元。

### 管理費用

管理費用由2024年的人民幣380.8百萬元減少6.3%至2025年的人民幣356.8百萬元，主要由於(1)於2024年至2025年管理人員數目減少，導致員工薪酬減少人民幣14.3百萬元，及(2)與維護相關消費費用減少有關的低價值消耗品、維修及人工費用減少人民幣11.5百萬元。

## 財務資料

### 研發費用

研發費用由2024年的人民幣49.1百萬元增加2.6%至2025年的人民幣50.4百萬元，主要歸因於2025年新啟用之研發設備所產生的折舊及攤銷費用增加人民幣1.7百萬元所致。

### 財務費用

財務費用由2024年的人民幣101.0百萬元減少23.0%至2025年的人民幣77.8百萬元，主要由於貸款及債券利息費用減少所致，而該減少原因為(1)償還銀行貸款，及(2)利率下降。

### 其他收益

其他收益維持相對穩定，於2024年及2025年分別為人民幣53.9百萬元及人民幣53.8百萬元。

### 投資收益／(損失)

我們於2024年錄得投資損失人民幣2.6百萬元及於2025年錄得投資收益人民幣27.8百萬元，主要由於我們的其中一間聯營企業經營業績改善所致。

### 公允價值變動收益

公允價值變動收益由2024年的人民幣23.6百萬元減少80.1%至2025年的人民幣4.7百萬元，主要由於2024年與重慶瀚虹的非控股股東因未達成業績承諾而產生的應收補償款項有關的公允價值變動。請參閱本文件附錄一會計師報告附註IV.2。

### 信用減值(損失)／撥回

我們於2024年及2025年分別錄得信用減值撥回人民幣8.6百萬元及人民幣2.0百萬元，主要由於應收賬款的賬齡持續改善。

### 資產減值損失

資產減值損失由2024年的人民幣97.7百萬元減少35.7%至2025年的人民幣62.8百萬元，主要由於於2024年我們確認生物資產的資產減值損失。

### 資產處置損失

資產處置損失由2024年的人民幣87.2百萬元增加11.2%至2025年的人民幣97.0百萬元，主要由於2025年出售一項土地使用權。

### 營業外收益

營業外收益維持相對穩定，於2024年及2025年分別為人民幣10.8百萬元及人民幣10.9百萬元。

### 營業外支出

營業外支出由2024年的人民幣47.4百萬元減少71.9%至2025年的人民幣13.3百萬元，主要歸因(1)一筆於於往績記錄期前收購子公司相關負債所產生的相關費用，及(2)因非流動資產受損或報廢所產生的損失。

## 財務資料

### 所得稅費用

所得稅費用由2024年的人民幣94.0百萬元增加1.7%至2025年的人民幣95.6百萬元，主要由於應納稅所得額增加。

### 淨利潤

由於前述，淨利潤由2024年的人民幣549.5百萬元增加37.3%至2025年的人民幣754.5百萬元。淨利潤率由2024年的5.2%上升至2025年的6.7%。

### 截至2024年12月31日止年度與截至2023年12月31日止年度的比較

#### 營業收入

營業收入維持相對穩定，於2023年及2024年分別為人民幣10,987.3百萬元及人民幣10,665.4百萬元，主要由於下文所討論的合併影響。

#### 液態乳製品

液態乳製品產生的營業收入維持相對穩定，於2023年及2024年分別為人民幣9,755.3百萬元及人民幣9,836.2百萬元，乃由於下文所討論的合併影響。

- 低溫液態乳製品。低溫液態乳製品產生的營業收入由2023年的人民幣4,925.2百萬元增加6.1%至2024年的人民幣5,226.2百萬元，主要由於新產品的推出及銷售渠道的擴展令銷量由2023年的400.1千噸增加至2024年的458.4千噸，部分被平均售價由2023年的每公斤人民幣12.3元降至2024年的每公斤人民幣11.4元所抵銷。
- 常溫液態乳製品。常溫液態乳製品產生的營業收入由2023年的人民幣4,830.0百萬元減少4.6%至2024年的人民幣4,610.0百萬元，主要受平均售價從2023年的每公斤人民幣7.0元降至2024年的每公斤人民幣6.7元，以及銷量從2023年的692.2千噸降至2024年的686.2千噸(主要由於消費者的偏好持續轉向低溫液態乳製品，導致常溫奶市場面臨全行業性的衰退)的合併影響。

#### 奶粉產品

奶粉產品產生的營業收入由2023年的人民幣78.8百萬元減少9.6%至2024年的人民幣71.2百萬元，反映出2024年奶粉市場面臨的激烈競爭。

#### 其他業務

其他業務的營業收入由2023年的人民幣1,153.2百萬元減少34.3%至2024年的人民幣758.0百萬元，主要由於提供供應鏈中的產品或服務的營業收入減少。

#### 營業成本

營業成本由2023年的人民幣8,034.7百萬元減少4.9%至2024年的人民幣7,640.7百萬元，主要由於生乳成本有所減少。

## 財務資料

### 毛利及毛利率

毛利由2023年的人民幣2,952.6百萬元增加2.4%至2024年的人民幣3,024.7百萬元。毛利率由2023年的26.9%上升至2024年的28.4%，原因如下。

#### 液態乳製品

液態乳製品的毛利由2023年的人民幣2,805.2百萬元增加4.8%至2024年的人民幣2,940.9百萬元。液態乳製品的毛利率由2023年的28.8%上升至2024年的29.9%，主要歸因於(1) 毛利率相對較高的低溫液態乳製品的佔比增加；(2) 推出毛利率相對較高的新產品；及(3) 生乳成本下降。

- 低溫液態乳製品。低溫液態乳製品的毛利由2023年的人民幣1,757.2百萬元增加7.3%至2024年的人民幣1,886.2百萬元。低溫液態乳製品的毛利率由2023年的35.7%上升至2024年的36.1%，主要由於(1) 高利潤率產品在產品組合中的佔比提高，及(2) 生乳供應成本下降。
- 常溫液態乳製品。常溫液態乳製品的毛利維持相對穩定，於2023年及2024年分別為人民幣1,048.0百萬元及人民幣1,054.7百萬元。常溫液態乳製品的毛利率由2023年的21.7%上升至2024年的22.9%，主要由於生乳成本下降。

### 稅金及附加

稅金及附加維持相對穩定，於2023年及2024年分別為人民幣51.7百萬元及人民幣53.1百萬元。

### 銷售費用

銷售費用維持相對穩定，於2023年及2024年分別為人民幣1,678.5百萬元及人民幣1,659.3百萬元。

### 管理費用

管理費用由2023年的人民幣469.9百萬元減少19.0%至2024年的人民幣380.8百萬元，主要由於採用更精細管理方法，導致低價值消耗品、維修及人工費用減少人民幣70.2百萬元。

### 研發費用

研發費用由2023年的人民幣47.4百萬元增加3.6%至2024年的人民幣49.1百萬元，主要由於與大學及研究機構進行合作研發活動所產生的服務費增加人民幣1.6百萬元。

### 財務費用

財務費用由2023年的人民幣162.0百萬元減少37.7%至2024年的人民幣101.0百萬元，主要歸因於：(1) 貸款及債券利息費用減少，乃由於(i) 償還銀行貸款，及(ii) 利率下降，及(2) 由於償還若干以美元計值的海外銀行貸款，導致2024年錄得匯兌收益淨額人民幣0.2百萬元，而2023年則為匯兌損失淨額人民幣12.0百萬元。

---

## 財務資料

---

### 其他收益

其他收益由2023年的人民幣64.2萬元減少16.0%至2024年的人民幣53.9百萬元，主要由於有關收益的政府補助(主要來自工業與資訊科技發展支持資金)減少。

### 投資收益／(損失)

我們於2023年錄得投資收益人民幣6.0百萬元及於2024年錄得投資損失人民幣2.6百萬元，主要歸因於由2023年採用權益法核算的長期股權投資所產生的投資收益，轉為2024年因某家聯營企業營運表現波動所導致的虧損，部分被處置子公司所產生的虧損所抵銷。詳見本文件附錄一中會計師報告附註V.1。

### 公允價值變動收益

公允價值變動收益維持相對穩定，於2023年及2024年分別約為人民幣23.2百萬元及人民幣23.6百萬元。

### 信用減值(損失)／撥回

我們於2023年錄得信用減值損失人民幣9.0百萬元及於2024年錄得信用減值撥回人民幣8.6百萬元，主要由於先前已減值的應收款收回情況有所改善所致。

### 資產減值損失

資產減值損失由2023年的人民幣17.0百萬元大幅增加至2024年的人民幣97.7百萬元，主要原因是奶牛及生乳的市場價格下跌，導致生產性生物資產的可收回金額低於其賬面值。因此，我們於2024年計提資產減值損失人民幣94.6百萬元。

### 資產處置損失

資產處置損失由2023年的人民幣102.6百萬元減少15.0%至2024年的人民幣87.2百萬元，主要由於(1)2024年淘汰母牛數量減少，及(2)2023年關閉兩個表現不佳的牧場。

### 營業外收益

營業外收益由2023年的人民幣8.9百萬元增加21.3%至2024年的人民幣10.8百萬元，主要由於(1)就經銷商若干違約施加的罰款，及(2)應付款核銷。

### 營業外支出

營業外支出由2023年的人民幣8.0百萬元大幅增加至2024年的人民幣47.4百萬元，主要由於(1)非流動資產處置損失增加，主要因設施升級導致報廢陳舊非流動資產，及(2)捐贈費用增加。

### 所得稅費用

所得稅費用由2023年的人民幣71.2百萬元增加32.0%至2024年的人民幣94.0百萬元，主要由於應納稅所得額增加。

## 財務資料

### 淨利潤

由於前述，淨利潤由2023年的人民幣437.7百萬元增加25.5%至2024年的人民幣549.5百萬元。年度淨利潤率由2023年的4.0%上升至2024年的5.2%。

### 主要資產負債表項目的討論

下表載列截至所示日期合併資產負債表概要。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
<b>流動資產</b>			
貨幣資金	439,543	396,478	354,913
交易性金融資產	52,000	147,606	213,140
應收票據	5,818	1,714	3,064
應收賬款	604,081	608,107	647,760
應收賬款融資	–	6,554	2,269
預付款項	82,259	45,997	35,848
其他應收款	101,267	32,916	74,353
存貨	711,505	741,644	717,252
一年內到期的非流動資產	–	3,808	3,956
其他流動資產	5,873	13,302	4,006
<b>流動資產總額</b>	<b>2,002,346</b>	<b>1,998,126</b>	<b>2,056,561</b>
<b>非流動資產</b>			
長期應收款	–	12,338	8,382
長期股權投資	538,267	515,348	505,983
其他權益工具投資	480,432	570,293	988,722
投資性房地產	19,632	18,480	27,585
固定資產	2,882,600	2,912,825	2,794,449
在建工程	89,480	35,470	19,415
生產性生物資產	981,432	968,044	993,230
使用權資產	121,663	120,331	108,453
無形資產	681,149	661,920	570,360
商譽	1,002,796	1,002,796	992,463
長期待攤費用	10,307	13,422	13,710
遞延所得稅資產	30,487	21,574	29,801
其他非流動資產	97,419	27,700	25,784
<b>非流動資產總額</b>	<b>6,935,664</b>	<b>6,880,541</b>	<b>7,078,337</b>
<b>總資產</b>	<b>8,938,010</b>	<b>8,878,667</b>	<b>9,134,898</b>
<b>流動負債</b>			
短期借款	915,574	371,076	444,277
應付票據	100	–	8,454
應付賬款	925,284	990,643	923,458
合同負債	419,640	409,277	437,689
應付職工薪酬	217,039	250,679	258,061
應交稅費	48,945	62,432	71,758
其他應付款	748,543	737,928	862,803
一年內到期的非流動負債	697,023	864,053	1,367,458
其他流動負債	46,035	44,611	47,020
<b>流動負債總額</b>	<b>4,018,183</b>	<b>3,730,699</b>	<b>4,420,978</b>

## 財務資料

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
<b>非流動負債</b>			
長期借款	1,366,677	1,077,260	563,900
應付債券	698,911	725,270	–
租賃負債	71,178	68,609	60,693
長期應付款	11,000	11,000	–
預計負債	52	239	–
遞延收益	117,262	109,776	105,122
遞延稅項負債	15,349	13,407	11,873
<b>非流動負債總額</b>	<b>2,280,429</b>	<b>2,005,561</b>	<b>741,588</b>
<b>負債總額</b>	<b>6,298,612</b>	<b>5,736,260</b>	<b>5,162,566</b>
<b>權益總額</b>	<b>2,639,398</b>	<b>3,142,407</b>	<b>3,972,332</b>

### 貨幣資金

貨幣資金主要包括(1)手頭現金，(2)銀行存款，及(3)其他貨幣資金，主要包括子公司為票據存放的保證金。貨幣資金由截至2023年12月31日的人民幣439.5百萬元減少至截至2024年12月31日的人民幣396.5百萬元，並進一步減少至截至2025年12月31日的人民幣354.9百萬元，主要由於為了配合我們的營運資金及營運需要，償還借款導致銀行存款減少。

### 交易性金融資產

交易性金融資產主要包括(1)債務投資，(2)應收補償，及(3)股權證券。交易性金融資產由截至2023年12月31日的人民幣52.0百萬元增加至截至2024年12月31日的人民幣147.6百萬元，主要由於理財產品的債務投資增加。截至2025年12月31日，我們的金融資產進一步增加至人民幣213.1百萬元，這主要是由於存款證的債務投資增加所致。

### 應收賬款

應收賬款指就日常業務過程中銷售商品而應收客戶的賬款。應收賬款維持相對穩定，截至2023年及2024年12月31日分別為人民幣604.1百萬元及人民幣608.1百萬元。截至2025年12月31日，應收賬款增加至人民幣647.8百萬元，與營業收入增長一致。

下表載列截至所示日期應收賬款的賬齡分析。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
1年內(含1年)	629,851	623,527	652,703
超過1年但於2年內(含2年)	31,098	5,466	4,869
超過2年但於3年內(含3年)	1,455	9,728	2,585
超過3年	1,786	2,667	10,730
減：壞賬及呆賬準備	60,109	33,281	23,127
<b>總計</b>	<b>604,081</b>	<b>608,107</b>	<b>647,760</b>

## 財務資料

我們通常給予超市及電商平台最多90天的信貸期並給予機構客戶最多60天的信貸期(均自產品驗收日期或發票日期起計)。下表載列於所示期間應收賬款周轉天數。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
應收賬款周轉天數 <sup>(1)</sup>	22	22	21

(1) 應收賬款周轉天數乃以該期間應收賬款期初結餘及期末結餘平均數，除以相關期間的營業收入，再乘以相關期間的天數(即一個財政年度365天)計算。

應收賬款周轉天數維持相對穩定，於2023年、2024年及2025年分別為22天、22天及21天。

截至2026年2月28日，已結清截至2025年12月31日的人民幣608.6百萬元或90.7%的應收賬款。

### 預付款項

預付款項主要包括生乳的預付款項。預付款項由截至2023年12月31日的人民幣82.3百萬元減少至截至2025年12月31日的人民幣35.8百萬元，主要原因為鑒於生乳供應緊張及採購環境競爭激烈，我們簽訂若干預付款安排，以確保優質生乳供應穩定。隨著生乳供應隨後趨於穩定且採購競爭壓力有所緩解，我們已因此降低有關預付款項金額。

### 其他應收款

其他應收款主要包括：(1)應收代價；(2)土地轉讓應收款；(3)保證金；及(4)零用現金。其他應收款由截至2023年12月31日的人民幣101.3百萬元減少至截至2024年12月31日的人民幣32.9百萬元，主要由於部分2023年12月31日部分出售我們於重慶瀚虹的股本權益而產生應收代價人民幣74.3百萬元。請參閱本文件附錄一會計師報告附註IV.7。截至2025年12月31日，由於2025年處置部分土地使用權導致土地轉讓應收款增加，其他應收款隨後增至人民幣74.4百萬元。

### 存貨

我們的存貨主要包括：(1)原材料，(2)製成品，及(3)消耗性生物資產(主要為公牛犢)。下表載列截至所示日期存貨結餘概述。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
		(人民幣千元)	
原材料	545,676	552,144	537,172
製成品	148,615	179,098	167,642
消耗性生物資產	5,256	971	925
其他 <sup>(1)</sup>	11,958	9,431	11,513
總計	<b>711,505</b>	<b>741,644</b>	<b>717,252</b>

(1) 其他主要包括獸藥以及用於牛育種的冷凍精液及胚胎。

## 財務資料

我們截至2024年12月31日錄得存貨人民幣741.6百萬元，高於截至2023年及2025年12月31日的金額，主要由於2025年農曆新年時間較2024年及2026年早，我們為準備累積存貨。

下表載列截至所示日期存貨的賬齡分析。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
180日內	674,206	703,172	678,595
超過180日但於360日內(含360日)	23,011	12,893	13,185
超過1年	14,315	25,581	25,472
<b>總計</b>	<b>711,532</b>	<b>741,646</b>	<b>717,252</b>

下表載列截至所示日期存貨周轉天數。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
存貨周轉天數 <sup>(1)</sup>	34	35	33

(1) 存貨周轉天數乃以存貨期初結餘及期末結餘平均數，除以該期間的營業成本，再乘以該期間的日數(即一個財政年度365天)計算。

存貨周轉天數維持相對穩定，於2023年、2024年及2025年分別為34天、35天及33天。

截至2026年2月28日，已動用、消耗或出售截至2025年12月31日的人民幣416.5百萬元或58.1%的存貨。

### 其他流動資產

其他流動資產主要包括(1)可抵扣進項增值稅，及(2)預付企業所得稅。其他流動資產由截至2023年12月31日的人民幣5.9百萬元增至截至2024年12月31日的人民幣13.3百萬元並減少至截至2025年12月31日的人民幣4.0百萬元，主要由於在預期將於一年內動用的進項增值稅變動帶動下的可抵扣進項增值稅變動所致。

### 長期股權投資

長期股權投資主要包括對聯營企業的投資。長期股權投資由截至2023年12月31日的人民幣538.3百萬元減少至截至2024年12月31日的人民幣515.3百萬元，並進一步減少至截至2025年12月31日的人民幣506.0百萬元，主要由於聯營企業營運表現波動與股利宣派的綜合影響。

### 於其他權益工具的投資

於其他權益工具的投資主要包括於奶牛養殖企業的戰略投資，以確保穩定的生牛乳供應。於其他權益工具的投資由截至2023年12月31日的人民幣480.4百萬元增加至截至2024年12月31日的人民幣570.3百萬元，並進一步增加至截至2025年12月31日的人民幣988.7百萬元，主要由於在往績記錄期，我們對兩間於香港上市的乳製品公司的投資公允價值變動所致。

---

## 財務資料

---

### 投資性房地產

投資性房地產主要由擬作對外租賃或未來銷售的部分自有土地及建築物構成。投資性房地產維持相對穩定，截至2023年12月31日及截至2024年12月31日分別為人民幣19.6百萬元及人民幣18.5百萬元。截至2025年12月31日，投資性房地產進一步增加至人民幣27.6百萬元，乃主要由於若干資產從固定資產轉撥至投資性房地產，原因為該等房地產當時處於出租狀態，但未來有可能出售。

### 固定資產

固定資產主要包括廠房及建築物、機械及設備以及汽車。固定資產維持相對穩定，截至2023年及2024年12月31日分別為人民幣2,882.6百萬元及人民幣2,912.8百萬元。截至2025年12月31日，固定資產減少至人民幣2,794.4百萬元，主要由於折舊及攤銷所致。

### 在建工程

在建工程主要包括(1)新建生產設施，及(2)生產設備的升級及改造。在建工程由截至2023年12月31日的人民幣89.5百萬元減少至截至2024年12月31日的人民幣35.5百萬元，主要由於樓宇及升級工程完成並隨後轉撥至固定資產所致。截至2025年12月31日，在建工程進一步減少至人民幣19.4百萬元，主要由於終止廠房建設所致。

### 生產性生物資產

生產性生物資產主要由奶牛構成。生產性生物資產由截至2023年12月31日的人民幣981.4百萬元減少至截至2024年12月31日的人民幣968.0百萬元，並增加至截至2025年12月31日的人民幣993.2百萬元，主要由於(1)生產週期及畜群結構變化，及(2)減值變動，主要由於2024年母牛及生乳市場價格下跌，導致可收回金額低於賬面值所致。

### 使用權資產

使用權資產主要包括土地及建築物租賃。使用權資產維持相對穩定，截至2023年及2024年12月31日分別為人民幣121.7百萬元及人民幣120.3百萬元，其後減少至截至2025年12月31日的人民幣108.5百萬元，主要由於2025年訂立的新租約數量相對較少，及確認的正常折舊所致。

### 無形資產

無形資產主要包括土地使用權、商標、軟件及其他。無形資產維持相對穩定，截至2023年及2024年12月31日分別為人民幣681.1百萬元及人民幣661.9百萬元。截至2025年12月31日，無形資產進一步減少至人民幣570.4百萬元，主要由於2025年停止建設廠房後處置一項土地使用權所致。

### 商譽

於往績記錄期之前，商譽主要因收購活動而產生。商譽維持相對穩定，截至2023年、2024年及2025年12月31日分別為人民幣1,002.8百萬元、人民幣1,002.8百萬元及人民幣992.5百萬元。

## 財務資料

### 遞延所得稅資產

遞延所得稅資產主要包括(1)資產減值準備，(2)可抵扣稅項虧損，及(3)租賃負債。遞延所得稅資產由截至2023年12月31日的人民幣30.5百萬元減少至截至2024年12月31日的人民幣21.6百萬元，主要由於應收賬款及其他應收款的壞賬準備減少，導致與資產減值準備有關的遞延所得稅資產撥回所致。截至2025年12月31日，遞延所得稅資產增加至人民幣29.8百萬元，主要由於確認可抵扣稅項損失，從而產生潛在稅務資產及導致根據適用稅率確認遞延所得稅資產。

### 其他非流動資產

非流動資產主要包括(1)建築及設備預付款，(2)預付若干牧場款項，為支援合作牧場的運營而提供予合作牧場的資金，及(3)可抵扣進項增值稅。非流動資產由截至2023年12月31日的人民幣97.4百萬元減少至截至2024年12月31日的人民幣27.7百萬元，主要由於(i)隨著固定資產投資及建設活動縮減，建築及設備預付款減少；及(ii)結算牧場預付款項所致。截至2025年12月31日，非流動資產進一步減少至人民幣25.8百萬元，主要由於(1)結算牧場預付款項，及(2)主要因購置一年內不會投入使用的機械設備，導致可抵扣進項增值稅增加的合併影響。

### 應付賬款

應付賬款主要包括商品應付款、廣告費用、運輸費用以及建築及設備費用。下表載列截至所示日期應付賬款的明細。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
		(人民幣千元)	
商品應付款	765,132	849,575	799,374
應付廣告費	3,159	1,839	3,566
應付運輸費用	36,046	55,950	60,244
應付建築及設備款	70,860	38,534	25,070
其他 <sup>(1)</sup>	50,087	44,745	35,204
<b>總計</b>	<b>925,284</b>	<b>990,643</b>	<b>923,458</b>

(1) 其他部分主要包括於生產及經營活動的日常過程中產生的雜項項目。

應付賬款由截至2023年12月31日的人民幣925.3百萬元增加至截至2024年12月31日的人民幣990.6百萬元，及隨後減少至截至2025年12月的人民幣923.5百萬元。截至2024年12月31日的應付賬款增加，主要由於庫存水平變動，反映2025年農曆新年時間較2024年及2026年早，我們為準備累積存貨。

下表載列截至所示日期應付賬款的賬齡分析。

## 財務資料

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
		(人民幣千元)	
1年內(含1年)	903,513	984,683	921,673
超過1年但於2年內(含2年)	7,050	3,362	917
超過2年但於3年內(含3年)	675	413	603
超過3年	14,046	2,185	265
<b>總計</b>	<b>925,284</b>	<b>990,643</b>	<b>923,458</b>

供應商通常向我們授出的信貸期最多90天。下表載列於所示期間應付賬款周轉天數。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
應付賬款周轉天數 <sup>(1)</sup>	43	46	44

(1) 應付賬款周轉天數乃以該期間應付賬款期初結餘及期末結餘平均數，除以相關期間的營業成本，再乘以相關期間的天數(即一個財政年度365天)計算。

應付賬款周轉天數維持相對穩定，於2023年、2024年及2025年分別為43、46及44天。

截至2026年2月28日，已結清截至2025年12月31日的人民幣736.2百萬元或79.7%的應付賬款。

### 合同負債

合同負債主要包括預收款項。我們的合同負債維持相對穩定，截至2023年12月31日及截至2024年12月31日分別為人民幣419.6百萬元及人民幣409.3百萬元。截至2025年12月31日，合同負債進一步增加至人民幣437.7百萬元，與產品銷售增長一致。

### 應付職工薪酬

應付職工薪酬主要包括職工福利，包括工資、獎金、津貼及福利，包括社會保險費及住房公積金供款。應付職工薪酬由截至2023年12月31日的人民幣217.0百萬元增加至截至2024年12月31日的人民幣250.7百萬元，主要由於截至2024年12月31日應付員工的應計年終獎金增加所致。應付職工薪酬維持相對穩定，截至2024年及2025年12月31日分別為人民幣250.7百萬元及人民幣258.1百萬元。

### 應交稅費

應交稅費主要包括：(1)增值稅、(2)企業所得稅、(3)個人所得稅、(4)城市維護建設稅、(5)土地使用稅、(6)不動產稅、(7)印花稅、(8)教育附加費及(9)其他應交稅費。應交稅費由截至2023年12月31日的人民幣48.9百萬元增加至截至2024年12月31日的人民幣62.4百萬元，並進一步增加至截至2025年12月31日的人民幣71.8百萬元，主要由於往績記錄期應納稅收入增加導致企業所得稅費用增加所致。

## 財務資料

### 其他應付款

其他應付款主要包括應付股利及其他應付款。其他應付款由截至2023年12月31日的人民幣748.5百萬元減少至截至2024年12月31日的人民幣737.9百萬元，主要由於根據激勵計劃，參與者先前支付的認購款項因未完全滿足歸屬條件而被退還所致。由於決定向股東分派股利，其他應付款進一步增加至截至2025年12月31日的人民幣862.8百萬元，主要由於(1)與經營及銷售活動有關的應計開支增加；及(2)應付股利撥備增加所致。

### 其他流動負債

其他流動負債主要包括與預收款項相關的應付銷項增值稅。其他流動負債由截至2023年12月31日的人民幣46.0百萬元減少至截至2024年12月31日的人民幣44.6百萬元，及其後增加至截至2025年12月31日的人民幣47.0百萬元，整體上與往績記錄期合同負債結餘相符。

### 遞延收益

遞延收益主要包括政府補助。遞延收益由截至2023年12月31日的人民幣117.3百萬元減少至截至2024年12月31日的人民幣109.8百萬元，主要由於先前遞延的政府補助於年內損益已確認。截至2025年12月31日，遞延收益進一步減少至人民幣105.1百萬元，主要由於2025年收到並於遞延收益確認的政府補助金額，低於本該年度於損益攤銷及確認的金額。

### 流動資金及資本資源

#### 流動資產及流動負債

下表載列截至所示日期流動資產、流動負債及流動負債淨額。

	於12月31日			截至2026年 2月28日
	2023年	2024年	2025年	
		(人民幣千元)		(未經審計)
<b>流動資產</b>				
貨幣資金	439,543	396,478	354,913	354,734
交易性金融資產	52,000	147,606	213,140	212,790
應收票據	5,818	1,714	3,064	475
應收賬款	604,081	608,107	647,760	735,427
應收賬款融資	–	6,554	2,269	1,952
預付款項	82,259	45,997	35,848	45,737
其他應收款	101,267	32,916	74,353	78,894
存貨	711,505	741,644	717,252	644,998
一年內到期的非流動資產	–	3,808	3,956	3,956
其他流動資產	5,873	13,302	4,006	2,323
<b>流動資產總額</b>	<b>2,002,346</b>	<b>1,998,126</b>	<b>2,056,561</b>	<b>2,081,286</b>
<b>流動負債</b>				
短期借款	915,574	371,076	444,277	444,746
應付票據	100	–	8,454	5,640
應付賬款	925,284	990,643	923,458	1,037,787

## 財務資料

	於12月31日			截至2026年 2月28日
	2023年	2024年	2025年	
	(人民幣千元)			(未經審計)
合同負債	419,640	409,277	437,689	281,528
應付職工薪酬	217,039	250,679	258,061	202,782
應交稅費	48,945	62,432	71,758	76,436
其他應付款	748,543	737,928	862,803	840,919
一年內到期的非流動負債	697,023	864,053	1,367,458	1,412,992
其他流動負債	46,035	44,611	47,020	30,799
<b>流動負債總額</b>	<b>4,018,183</b>	<b>3,730,699</b>	<b>4,420,978</b>	<b>4,333,629</b>
<b>流動負債淨額</b>	<b>2,015,837</b>	<b>1,732,573</b>	<b>2,364,417</b>	<b>2,252,343</b>

流動負債淨額由截至2023年12月31日的人民幣2,015.8百萬元，減少至截至2024年12月31日的人民幣1,732.6百萬元，主要歸因於短期借款減少人民幣544.5百萬元，部分被一年內到期的非流動負債增加人民幣167.0百萬元所抵銷。截至2025年12月31日，流動負債淨額增加至人民幣2,364.4百萬元，主要歸因於(1)一年內到期的非流動負債增加人民幣503.4百萬元；及(2)其他應付款增加人民幣124.9百萬元，及(3)短期借款增加人民幣73.2百萬元，部分被應付賬款減少人民幣67.2百萬元所抵銷所致。截至2026年2月28日，流動負債淨額減少至人民幣2,252.3百萬元，主要由於(i)合同負債減少人民幣156.2百萬元，及(ii)應收賬款增加人民幣87.7百萬元，部分被(1)應付賬款增加人民幣114.3百萬元，及(2)存貨減少人民幣72.3百萬元所抵銷所致。

### 流動資金及營運資金來源

本公司現金用途主要涉及核心業務產生的經營支出、固定資產及建設項目資本支出，以及償還借款及相關融資費用。於往績記錄期，本公司主要依靠經營活動產生的現金及銀行借款來滿足現金需求。[編纂]完成後，我們相信，透過結合上述資金來源與[編纂][編纂]淨額，將能繼續滿足本公司的流動資金需求。截至2023年、2024年及2025年12月31日以及2026年2月28日，現金及現金等價物分別為人民幣438.9百萬元、人民幣391.6百萬元、人民幣325.9百萬元及人民幣326.3百萬元。截至最後實際可行日期，我們的銀行信貸為人民幣6,543.0百萬元，其中人民幣5,050.7百萬元仍未動用。經計及[編纂]的估計[編纂]淨額及本公司可用的財務資源(包括現金及現金等價物、未來經營活動產生的現金流量及銀行借款)，董事認為，本公司擁有充足的營運資金以滿足當前需要及自本文件日期起計未來12個月的需要。

## 財務資料

### 現金流量

下表載列於所示期間來自合併現金流量表的節選現金流量數據。

	截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
	(人民幣千元)		
經營活動產生的現金流入淨額	1,557,113	1,491,249	1,510,108
投資活動產生的現金流出淨額	(587,042)	(568,168)	(485,265)
融資活動產生的現金流出淨額	(946,046)	(970,546)	(1,090,173)
外匯匯率變動對現金及現金等價物 的影響	(9,151)	207	(394)
現金及現金等價物增加／(減少)淨額	<b>14,874</b>	<b>(47,258)</b>	<b>(65,724)</b>
期初的現金及現金等價物	<b>423,991</b>	<b>438,865</b>	<b>391,607</b>
期末的現金及現金等價物	<b>438,865</b>	<b>391,607</b>	<b>325,883</b>

### 經營活動產生的現金流入淨額

於2025年，經營活動產生的現金流入淨額為人民幣1,510.1百萬元，指經營現金流入人民幣12,562.3百萬元，經以下調整後得出：(1)商品及服務付款人民幣9,496.5百萬元，(2)支付予職工及為職工支付的款項人民幣983.0百萬元，(3)支付各項稅項人民幣449.2百萬元，及(4)其他經營活動付款人民幣123.5百萬元。

於2024年，經營活動產生的現金流入淨額為人民幣1,491.2百萬元，指經營現金流入人民幣11,913.1百萬元，經以下調整後得出：(1)商品及服務付款人民幣8,969.1百萬元，(2)支付予職工及為職工支付的款項人民幣974.9百萬元，(3)支付各項稅項人民幣385.9百萬元，及(4)其他經營活動付款人民幣92.0百萬元。

於2023年，經營活動產生的現金流入淨額為人民幣1,557.1百萬元，指經營現金流入人民幣12,286.0百萬元，經以下調整後得出：(1)商品及服務付款人民幣9,235.7百萬元，(2)支付予職工及為職工支付的款項人民幣1,028.1百萬元，(3)支付各項稅項人民幣386.9百萬元，及(4)其他經營活動付款人民幣78.2百萬元。

### 投資活動產生的現金流出淨額

於2025年，投資活動產生的現金流出淨額為人民幣485.3百萬元，主要歸因於購置固定資產、無形資產及其他長期資產的付款人民幣605.0百萬元及收購投資付款人民幣455.4百萬元，部分被出售投資所得款項人民幣350.0百萬元及處置固定資產、無形資產及其他長期資產的所得款項淨額人民幣139.7百萬元所抵銷。

於2024年，投資活動產生的現金流出淨額為人民幣568.2百萬元，主要歸因於購置固定資產、無形資產及其他長期資產的付款人民幣665.8百萬元及收購投資付款人民幣520.0百萬元，部分被出售投資所得款項人民幣450.0百萬元所抵銷。

## 財務資料

於2023年，投資活動產生的現金流出淨額為人民幣587.0百萬元，主要歸因於購置固定資產、無形資產及其他長期資產的付款人民幣775.6百萬元及收購投資付款人民幣117.0百萬元，部分被處置固定資產、無形資產及其他長期資產的所得款項淨額人民幣131.7百萬元所抵銷。

### 融資活動產生的現金流出淨額

於2025年，融資活動產生的現金流出淨額為人民幣1,090.2百萬元，主要歸因於償還借款人民幣1,867.6百萬元，部分被來自借款的所得款項人民幣1,169.1百萬元所抵銷。

於2024年，融資活動產生的現金流出淨額為人民幣970.5百萬元，主要歸因於償還借款人民幣2,498.5百萬元，部分被來自借款的所得款項人民幣1,832.1百萬元所抵銷。

於2023年，融資活動產生的現金流出淨額為人民幣946.0百萬元，主要歸因於償還借款人民幣3,260.4百萬元，部分被來自借款的所得款項人民幣2,575.6百萬元所抵銷。

### 債務

債務主要包括銀行借款。下表載列截至所示日期的債務明細。

	截至12月31日			截至2026年
	2023年	2024年	2025年	2月28日
	(人民幣千元)			(未經審計)
短期借款	915,574	371,076	444,277	444,746
一年內到期的非流動負債	697,023	864,053	1,367,458	1,412,992
<b>流動總額</b>	<b>1,612,597</b>	<b>1,235,129</b>	<b>1,811,735</b>	<b>1,857,738</b>
<b>非流動</b>				
長期借款	1,366,677	1,077,260	563,900	529,000
應付債券	698,911	725,270	–	–
租賃負債	71,178	68,609	60,693	61,438
長期應付款	11,000	11,000	–	–
<b>非流動總額</b>	<b>2,147,766</b>	<b>1,882,139</b>	<b>624,593</b>	<b>590,438</b>
<b>總計</b>	<b>3,760,363</b>	<b>3,117,268</b>	<b>2,436,328</b>	<b>2,448,176</b>

### 短期借款

短期借款由截至2023年12月31日的人民幣915.6百萬元減少至截至2024年12月31日的人民幣371.1百萬元，原因為我們已償還部分借款。短期借款由截至2024年12月31日的人民幣371.1百萬元進一步增加至截至2025年12月31日的人民幣444.3百萬元，主要由於我們調整債務結構所致。截至2026年2月28日，短期借款維持相對穩定於人民幣444.7百萬元。於往績記錄期，短期借款主要以人民幣計值，其實際利率介乎0.8%至3.4%。

下表載列截至所示日期按類別劃分的短期借款的明細。

## 財務資料

	截至12月31日			截至2026年
	2023年	2024年	2025年	2月28日
	(人民幣千元)			(未經審計)
無抵押及有擔保貸款	80,000	–	–	–
無抵押及無擔保貸款	835,000	370,910	444,120	443,759
應付利息	574	166	157	987
<b>總計</b>	<b>915,574</b>	<b>371,076</b>	<b>444,277</b>	<b>444,746</b>

### 一年內到期的非流動負債

一年內到期的非流動負債主要包括(1)一年內到期的長期借款；(2)一年內到期的應付債券；(3)一年內到期的長期應付款；(4)一年內到期的租賃負債；及(5)一年內到期的應付利息。一年內到期的非流動負債由截至2023年12月31日的人民幣697.0百萬元增加至截至2024年12月31日的人民幣864.1百萬元，主要由於因應付債券及長期應付款的剩餘到期日均在一年內而被重新分類為流動負債所致。一年內到期的非流動負債進一步增加至截至2025年12月31日的人民幣1,367.5百萬元及截至2026年2月28日的人民幣1,413.0百萬元，主要由於因應付債券及長期應付款的剩餘到期日均在一年內而被重新分類為流動負債。

### 長期借款

長期借款大致由截至2023年12月31日的人民幣1,366.7百萬元減少至截至2026年2月28日的人民幣529.0百萬元，主要由於將一年內到期的長期借款重新分類為一年內到期的非流動負債所致。於往績記錄期，長期借款主要以人民幣計值，實際利率介乎2.34%至3.55%。下表載列截至所示日期按類別劃分的長期借款的明細。

	截至12月31日			截至2026年
	2023年	2024年	2025年	2月28日
	(人民幣千元)			(未經審計)
有抵押及有擔保貸款	33,277	74,000	–	–
無抵押及無擔保貸款	1,998,400	1,848,300	1,149,660	1,152,260
<b>小計</b>	<b>2,031,677</b>	<b>1,922,300</b>	<b>1,149,660</b>	<b>1,152,260</b>
減：於一年內到期的 長期借款	665,000	845,040	585,760	623,260
<b>總計</b>	<b>1,366,677</b>	<b>1,077,260</b>	<b>563,900</b>	<b>529,000</b>

### 應付債券

應付債券包括可換股債券。應付債券由截至2023年12月31日的人民幣698.9百萬元增加至截至2024年12月31日的人民幣725.3百萬元，主要由於尚未行使可換股債券於實際利率法下隨時間推移產生的利息及攤銷成本增加所致。截至2025年12月31日及2026年2月28日，由於被重新分類至一年內到期的非流動負債，應付債券進一步減少至零，將於2026年贖回。

## 財務資料

### 租賃負債

租賃負債主要與土地及建築物租賃有關。租賃負債維持相對穩定，截至2023年及2024年12月31日分別為人民幣71.2百萬元及人民幣68.6百萬元。租賃負債隨後減少至截至2025年12月31日的人民幣60.7百萬元及截至2026年2月28日的人民幣61.4百萬元，主要由於作出租賃付款所致。

### 長期應付款項

長期應付款包括我們從一家金融機構獲得的一筆借款。長期應付款由截至2023年12月31日及2024年12月31日的人民幣11.0百萬元減少至截至2025年12月31日及2026年2月28日的零，主要由於流動負債的一部分資金計劃在一年內到期導致餘下結餘被重新分類為流動負債所致。

### 債務聲明

除上文所披露者外，截至2026年2月28日(即債務聲明日期)，我們並無任何尚未償還的按揭、押記、債券、其他已發行債務資本、銀行透支、借款、承兌負債或其他類似債務、租購承擔、擔保或其他重大或有負債。董事確認，自2026年2月28日起及直至最後實際可行日期，我們的債務並無重大變動。

### 或有負債

於往績記錄期及直至最後實際可行日期，我們並無任何或有負債。

### 資本承擔及資本開支

#### 資本承擔

截至2023年、2024年及2025年12月31日，資本承擔分別為人民幣89.8百萬元、人民幣22.6百萬元及人民幣37.6百萬元。下表載列截至所示日期我們的資本承擔。

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
		(人民幣千元)	
已批准但未訂約	23,987	628	5,000
已訂約	65,763	21,958	32,616
總計	<b>89,750</b>	<b>22,586</b>	<b>37,616</b>

#### 資本開支

資本支出主要包括收購固定資產、無形資產及其他長期資產的現金付款。於2023年、2024年及2025年，資本支出分別為人民幣775.6百萬元、人民幣665.8百萬元及人民幣605.0百萬元。

### 關連方交易

我們不時與關聯方進行交易。有關我們於往績記錄期的關聯方交易詳情，請參閱本文件附錄一會計師報告附註「X. 關聯方及關聯方交易」。

## 財務資料

董事認為，我們於往績記錄期的關聯方交易乃於日常業務過程中按公平原則及參考一般商業條款進行，不會扭曲我們的往績記錄業績，亦不會使我們的過往業績不能反映我們的未來表現。

### 主要財務比率

下表載列截至所示日期或於所示期間我們的主要財務比率。

	截至12月31日／截至12月31日止年度		
	2023年	2024年	2025年
毛利率 <sup>(1)</sup> (%)	26.9	28.4	29.2
淨利潤率 <sup>(2)</sup> (%)	4.0	5.2	6.7
流動比率 <sup>(3)</sup> (倍)	0.5	0.5	0.5
資產負債率 <sup>(4)</sup> (倍)	0.7	0.6	0.6
加權平均淨資產收益率 <sup>(5)</sup> (%)	16.8	19.1	20.9

(1) 毛利率按毛利除以營業收入計算。

(2) 淨利潤率按淨利潤除以營業收入計算。

(3) 流動比率按總流動資產除以總流動負債計算。

(4) 資產負債率按總負債除以總資產計算。

(5) 加權平均淨資產收益率乃根據本公司股東應佔年內利潤除以本公司股東應佔權益之加權平均值計算得出，乃根據期初權益餘額釐定，並就期內權益增減所產生之時間加權影響進行調整。

### 毛利率及淨利潤率

有關影響於往績記錄期毛利率及淨利潤率的因素的討論，參閱節「一經營業績的期間比較」。

### 流動比率

流動比率維持相對穩定，於2023年、2024年及2025年分別為0.5、0.5及0.5。

### 資產負債率

資產負債率維持相對穩定，於2023年、2024年及2025年分別為0.7、0.6及0.6。

### 加權平均淨資產收益率

加權平均淨資產收益率由2023年的16.8%增加至2024年的19.1%，並進一步增加至20.9%，主要由於我們於往績記錄期錄得的淨利潤增加所致。

### 生物資產估值

根據中國企業會計準則，本公司的生物資產主要由生產性生物資產組成，該等資產以成本計量。生產性生物資產指為生產農產品、提供服務或出租而持有的生物資產，包括未成熟生產性生物資產及成熟生產性生物資產。未成熟生產性生物資產主要包含犏牛及育成牛。成熟生產性生物資產主要包括成母牛。該生產性生物資產按成本減累計折舊及減值撥備列示。有關成本的釐定基準、折舊方法及減值撥備，請參閱本文件附錄一會計師報告附註III.16(2)。

## 財務資料

### 生物資產及估值

根據聯交所刊發的新上市申請人指南第4.10章，下表載列經估值師於所示日期所評估的生物資產的公允價值：

	於12月31日		
	2023年	2024年	2025年
		(人民幣千元)	
<b>生產性生物資產</b>			
成熟生產性生物資產			
成母牛	585,480	676,074	828,362
未成熟生產性生物資產			
犏牛	35,978	23,875	27,652
育成牛	378,152	323,200	304,324
<b>總計</b>	<b>999,610</b>	<b>1,023,148</b>	<b>1,160,338</b>

生產性生物資產的公允價值從2023年12月31日的人民幣999.6百萬元增加至2024年12月31日的人民幣1,023.1百萬元，並進一步增加至2025年12月31日的人民幣1,160.3百萬元，主要由於飼料成本下降以及畜群結構與品質的改善所致。

下表載列截至所示日期生物資產的數量：

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
		(頭)	
<b>生產性生物資產</b>			
成熟生產性生物資產(乳牛)	25,774	29,073	30,943
未成熟生產性生物資產			
犏牛	6,272	6,473	5,861
育成牛	16,246	16,082	15,732
<b>總計</b>	<b>48,292</b>	<b>51,628</b>	<b>52,536</b>

### 有關生物資產獨立估值師的資料

我們已委聘獨立估值師仲量聯行企業評估及諮詢有限公司(「仲量聯行」或「估值師」)分別釐定我們截至2023年、2024年及2025年12月31日(「估值日期」)的奶牛公允價值。仲量聯行估值師的主要估值師包括陳銘傑先生。

陳銘傑先生，仲量聯行企業評估及諮詢有限公司執行董事，為香港會計師公會資深會員及澳洲會計師公會資深會員。彼亦為特許估值分析師、國際顧問、估值師及分析師協會會員以及澳洲採礦及冶金學會會員。陳先生管理仲量聯行企業評估及諮詢有限公司的業務估值服務，於會計、審計、企業諮詢及估值方面擁有逾20年經驗。彼為中國內地、香港、新加坡及美國不同行業的眾多上市及掛牌公司提供廣泛的估值服務。陳先生亦曾管理中國現代牧業控股有限公司(股份代號：1117.HK)、中國優然牧業集團有限公司(股份代號：9858.HK)、澳亞集團有限公司(股份代號：2425.HK)、原生態牧業有限公司(股份代號：1431.HK)、山東鳳祥股份有限公司(股份代號：9977.HK)、萬洲國際有限公司(股份代號：288.HK)及四川德康農牧食品集團股份有限公司(股份代號：2419.HK)首次公開發售時及後續財務報告的生物資產估值業務。彼亦曾領

## 財務資料

導對香港上市公司(包括晨鳴紙業集團(股份代號：1812.HK)、中國蒙牛乳業有限公司(股份代號：2319.HK)及中國康大食品有限公司(股份代號：834.HK))及多家私營公司的其他生物資產(如商品肉豬、樹木、兔及雞)進行以作財務呈報之用的估值。

### 專家委任

估值師已委任專家顧問高騰雲教授協助進行估值。高騰雲教授現任河南農業大學博士生導師、國家現代奶牛產業技術體系崗位科學家、河南省奶業體系專家組組長、中國畜牧獸醫學會家畜生態學分會理事長及河南省奶業協會副會長。其主要研究領域為家牛集約化飼養，在現代奶牛及肉牛生產系統、高溫季節營養調節技術及環境管理方面具備高水準的研究專長。彼曾榮獲國家級教學成果獎二等獎、國家科技進步獎二等獎兩項(分別位列第二及第四名)，以及多項省級及部級科技獎項。高教授已發表學術論文逾200篇，並編著書籍21部。其中，彼擔任了包括家畜生態學及動物保護與福利在內的4部國家規劃教材的副主編。鑑於高教授的專業知識及過往經驗，仲量聯行確定彼具備合適資格。仲量聯行對高騰雲教授所發表意見的依據深表認同，並認為其屬合理。

基於市場聲譽及相關背景研究，董事及聯席保薦人信納，仲量聯行企業評估及諮詢有限公司獨立於我們且合資格對我們的生物資產進行估值。

### 估值方法

於釐定估值的過程中，我們已考慮兩種公認的方法，即市場法及收入法。

市場法計及近期就類似資產支付的價格，並就售價作出調整以反映所評估資產相對於市場同類資產的狀況及效用。有成熟二手市場的資產可採用此方法估值。

仲量聯行從本公司獲悉，成熟期奶牛一般並無可靠的市場價格，因此，成母牛的公允價值乃通過應用被稱為多期超額收益法(「多期超額收益法」)的收入法釐定。多期超額收益法是貼現現金流量(「貼現現金流量」)法的衍生。董事及聯席保薦人確認，公允價值計量所用重大現金流量的組成部分乃與有關計量所用的市場因素及假設一致。

我們採用以下估值方法：

#### 犏牛及育成牛

採用市場法對犏牛及育成牛進行估值。截至估值日期，約14個月大的育成牛存在近期磋商銷售價，因此，犏牛及育成牛的公允價值乃通過應用市場法並進行合理調整以反映年齡差異而釐定。

#### 成母牛

採用收入法對成母牛進行估值。現階段奶牛一般沒有可靠的市場價格，因此，成母牛的公允價值乃透過應用被稱為多期超額盈餘法的收入法而確定。使用此方法，仲量聯行估計成母牛應佔直接經濟利益。該經濟利益繼而按反映所有業務風險(包括有關目標資產的內部及外部不確定性)的比率資本化。為估計經濟利益，成母牛的收入乃根據其剩餘使用壽命預測。根據預測營業收入，與支持成母牛有關的成本乃予以扣除。

## 財務資料

收益淨額預測繼而就經濟資本開支作出調整。資本開支包括在產生目標生物資產收益預測時已使用或耗盡的資產回報。此類資產的例子包括固定資產、現有勞動力及營運資金。

### 關鍵假設及輸入數據

#### 奶牛

對奶牛進行估值所用關鍵輸入數據為奶牛的數目及分類。根據成熟階段，我們的奶牛分為犏牛及育成牛以及成母牛。就犏牛及育成牛以及成母牛採取不同的估值方法。

#### 犏牛及育成牛

評估犏牛及育成牛價值的關鍵輸入數據和假設是每頭14月齡育成牛的市場價格，截至2023年、2024年及2025年12月31日，分別為人民幣21,000元、人民幣17,000及人民幣17,000元。

#### 成母牛

關鍵假設及輸入數據包括奶牛擠奶收入和與成母牛有關的成本。仲量聯行亦假設，在現有的政治、法律、技術、財政或經濟狀況下不會發生可能對我們的業務造成不利影響的重大變化。在推導成母牛的剩餘現金流量時，仲量聯行扣除了供款資產的回報，即用於飼養成母牛並幫助產生營業收入的供款資產的使用費用。

下表載列截至2023年、2024年及2025年12月31日生物資產估值的關鍵假設及輸入數據概要。

類型	估值技術	估值技術重大不可觀察輸入數據	重大不可觀察輸入數據與公允價值計量之間的相互關係
育成牛及犏牛	14個月大育成牛及犏牛的公允價值乃參照當地市場售價釐定。	截至2023年、2024年及2025年12月31日，14個月大育成牛的當地市場售價估計分別為每頭人民幣21,000元、人民幣17,000元及人民幣17,000元。	所採用的估計當地市場售價上升將導致育成牛及犏牛的公允價值計量增加，反之亦然。
成母牛	成母牛的公允價值使用多期超額收益法釐定，該方法乃基於有關成母牛將產生的貼現未來現金流量。	截至2023年、2024年及2025年12月31日，於估值過程中採用的每公斤生乳的估計飼料成本分別為介乎人民幣2.86元至人民幣3.08元、人民幣2.48元至人民幣2.74元、人民幣2.22元至人民幣2.45元。 截至2023年、2024年及2025年12月31日，於估值過程中採用的每公斤生乳的估計平均價格分別介乎人民幣4.59元至人民幣5.07元、人民幣4.45元至人民幣4.92元、人民幣4.35元至人民幣4.80元。	所採用的每公斤生乳的估計飼料成本增加將導致成母牛的公允價值計量減少，反之亦然。 生乳估計平均價格的增加將導致成母牛的公允價值計量增加，反之亦然。

## 財務資料

類型	估值技術	估值技術重大不可觀察輸入數據	重大不可觀察輸入數據與公允價值計量之間的相互關係
		一頭成母牛的泌乳週期可能多達六次。截至2023年、2024年及2025年12月31日，每頭處於泌乳週期的成母牛的估計平均每日產奶量分別介乎29.35公斤至34.86公斤、29.60公斤至35.69公斤及30.69公斤至36.38公斤。	所採用的每頭成母牛的估計平均每日產奶量增加將導致成母牛的公允價值計量增加，反之亦然。
		截至2023年、2024年及2025年12月31日，所採用的估計未來現金流量貼現率分別為11.80%、12.98%及13.00%。	每公斤生乳所採用的估計飼料成本增加將導致成母牛的公允價值計量減少，反之亦然。

### 其他假設

估值師假設所有擬興建的設施及系統將有效運營且有充足產能以作未來擴張。估值師亦假設歷史趨勢及數據將維持，且現有政策、法律、技術、財政或經濟條件將不會出現對本公司業務造成不利影響的重大變動。

估值師已計劃並執行估值，以取得估值師認為必要的資料及說明，從而獲得充分證據，以就目標資產發表意見。估值師認為，其採用的估值程序為其意見提供合理基準。

聯席保薦人與仲量聯行就估值程序、估值基準及假設、估值技術及編製生物資產估值報告所需的資料進行多次討論，以進一步了解估值程序以及審閱仲量聯行及其專業估值師的資格及相關估值經驗。此外，聯席保薦人就估值所選用之技術及所使用之輸入數據與我們的管理層進行討論。聯席保薦人進一步將於估值中所選用之估值技術、基準及假設與其他相似交易及市場慣例所用者進行比較。鑒於以上所述，聯席保薦人信納所選用之估值技術及估值中使用之主要輸入數據乃屬適當合理。

### 敏感度分析

單獨估計售價及重置成本的大幅增加／減少將導致生物資產的公允價值大幅增加／減少。截至估值日期，我們對生物資產進行下列敏感度測試。

## 財務資料

	截至12月31日		
	2023年	2024年	2025年
		(人民幣千元)	
假設牛奶價格上升／(下降)		估值變動	
10%	217,459	238,419	231,635
(10%)	(217,459)	(238,419)	(231,635)
假設飼料成本增加／(減少)		估值變動	
10%	(142,445)	(140,844)	(125,327)
(10%)	142,445	140,844	125,327
假設平均年齡為14個月的育成牛價格上升／(下降)		估值變動	
10%	75,184	64,429	63,427
(10%)	(75,184)	(64,429)	(63,427)
假設貼現率上升／(下降)		估值變動	
1%	(8,214)	(8,799)	(10,179)
(1%)	8,478	9,073	10,488

### 存貨盤點及內部監控

我們已針對旗下所有牧場的盤點工作制定標準內部流程，涵蓋定期及臨時盤點，以確保生物資產的實際存在及相關數據及資料的準確性。我們每月均會對各牧場牛隻依據耳標編號進行全面盤點。生產人員負責盤點，而財務人員則負責監督及審核數據、編製庫存報告並存檔。

我們亦已制定一套全面的生物資產管理政策，涵蓋相關會計政策、不同年齡組別之間的轉移、生物資產的採購與處置、育種及記錄保存。針對各牧場場，生產人員會透過牧場管理系統以電子方式記錄牲畜的進出，並由財務人員定期或不定期進行審核。

### 資產負債表外承擔及安排

於往績記錄期及直至最後實際可行日期，我們並無資產負債表外安排。

### [編纂]開支

於往績記錄期，我們並無錄得[編纂]開支。我們預期將就[編纂]產生合共約人民幣[編纂]百萬元([編纂]百萬港元)的[編纂]開支，約佔[編纂][編纂]總額的[編纂]% (假設最高[編纂]為[編纂]港元及假設[編纂]未獲行使)，包括(1)所有[編纂]的[編纂]、證監會交易徵費、聯交所交易費及會財局交易徵費約人民幣[編纂]百萬元([編纂]百萬港元)；及(2)[編纂]開支約人民幣[編纂]百萬元([編纂]百萬港元)，其中包括(i)法律顧問及申報會計師的費用及開支約人民幣[編纂]百萬元([編纂]百萬港元)，及(ii)保薦費及其他費用及開支約人民幣[編纂]百萬元([編纂]百萬港元)。約人民幣[編纂]百萬元([編纂]百萬港元)預計將自合併利潤表扣除，及約人民幣[編纂]百萬元([編纂]百萬港元)預計將於[編纂]後自權益扣減。上述[編纂]開支為截至最後實際可行日期的最佳估計，僅供參考。實際金額可能有別於此估計。

---

## 財務資料

---

### 財務風險的定性及定量披露

我們的主要金融工具包括交易性金融資產、應收賬款、應收票據、應收賬款融資及其他應收款。與該等金融工具有關的風險包括信用風險、流動性風險、利率風險、匯率風險及其他價格風險。我們的目標是在使用金融工具的風險與裨益之間取得適當平衡，並減輕金融工具風險對我們財務表現的不利影響。風險管理政策及制度會定期檢討，以反映市場狀況及我們活動的變化。我們的內部審計部門亦定期及隨機檢查內部控制系統的實施，以確保遵守風險管理政策。

#### 信用風險

信用風險是指金融工具的一方不能履行義務，造成另一方發生財務損失的風險。我們的信用風險主要來自貨幣資金、應收賬款及其他應收款。管理層會持續監控該等信用風險的敞口。

#### 流動性風險

流動性風險是指企業在履行以交付現金或其他金融資產的方式結算的義務時發生資金短缺的風險。本公司及其個別子公司負責彼等自身的現金管理，包括現金盈餘的短期投資和籌措貸款以應付預計現金需求。我們的政策是定期監控其流動資金需求，以及是否符合借款協議中契約條件的規定，以確保維持充裕的現金儲備及可供隨時變現的有價證券，同時獲得主要金融機構承諾提供的足夠的備用資金，以滿足短期及較長期的流動資金需求。

#### 利率風險

固定利率及浮動利率的計息金融工具分別使我們面臨公允價值利率風險及現金流量利率風險。我們根據市況來決定固定利率及浮動利率計息工具的權重，並通過定期審閱與監察維持適當的固定及浮動利率風險敞口組合。

#### 匯率風險

就以外幣而非功能貨幣計價的貨幣資金而言，倘出現短期的失衡情況，則我們會於必要時按市場匯率買賣外幣，以確保將淨風險敞口維持在可接受的水平。

#### 其他價格風險

權益工具投資的其他價格風險主要是指權益證券的公允價值因股市變動而下降的風險。截至2023年、2024年及2025年12月31日，我們面臨權益工具投資的價格風險。若干上市權益工具投資在聯交所上市及於資產負債表日按市場報價計量。若干其他權益工具投資為於非上市公司的權益及其公允價值乃採用估值技術釐定。

---

## 財務資料

---

### 股利

就2023年及2024年批准的中期或末期股利分別為人民幣129.1百萬元及人民幣245.3百萬元。就2025年批准的中期股利為人民幣60.2百萬元。截至最後實際可行日期，我們已全數支付該等股利。董事會建議於2025年宣派金額為人民幣327.1百萬元的末期股利，惟須於股東會上經股東批准。

根據組織章程細則，董事會將在綜合考量本公司的發展階段、盈利能力、營運表現及資本開支需求後宣派股利，惟須經股東批准。本公司目前並無任何固定的股利派發比率。日後任何股利的宣派及派付，以及派發股利次數，均須受組織章程細則及相關中國法律的規限。除依法可供分派的利潤及儲備外，不得宣派或派付股利。

### 可供分派儲備

截至2025年12月31日，本集團的未分配利潤為人民幣2,397.0百萬元，指截至同日的可供分派儲備。

### 無重大不利變動

董事確認，截至本文件日期，自2025年12月31日(即我們最近期經審計合併財務資料編製之日)以來，我們的財務或經營狀況並無任何重大不利變動，而自2025年12月31日以來亦無任何事件會對本文件附錄一會計師報告所載合併財務報表的資料造成重大影響。

### 上市規則第13章規定的披露事項

董事確認，截至最後實際可行日期，概無任何情況導致須根據上市規則第13.13條至13.19條規定作出披露。

### 未經審計[編纂]經調整合併有形資產淨值

詳情請參閱本文件「附錄二—未經審計[編纂]經調整合併有形資產淨值」。